



# 中国发展研究基金会

## 研究参考

第 21 号 (总 143 号)

2012 年 10 月 18 日

### 纽联储执行副行长特伦斯·切基： 全球经济和金融体系的现状、挑战与机遇

**内容摘要：**中国发展研究基金会于 2012 年 9 月 14~16 日在北京召开第九届“构建 21 世纪金融体系”中美研讨会。纽约联邦储备银行执行副行长特伦斯·切基先生在 14 日的开幕晚宴上发表演讲，本文为切基先生的演讲摘要。

切基先生认为，从“大衰退”的低谷到现在已经超过三年半了，但全球经济仍未完全复苏，发达经济体尤为如此，失业率居高不下，经济即使增长也非常缓慢，金融脆弱性仍未改善。新兴市场的经济增长明显强于发达国家，但受下列因素的影响，经济增长的势头最近也有所放缓：发达经济体增长疲软和金融波动造成的溢出效应；决策者之前对于经济过热所采取的措施；各种结构性挑战和战略挑战等。在这个背景下，我们提出以下问题：全球经济是否会因为危机余波未了而继续增长乏力？本轮危机和随后复苏的缓慢是否表明全球经济和金融体系存在缺陷？

**关键词：**全球经济；金融体系；现状；挑战；机遇

# 全球经济和金融体系的现状、挑战与机遇

特伦斯·切基<sup>1</sup>

## 一、金融体系为何会走入歧途？

众所周知，金融危机通常会带来一段增长乏力期，缓慢的复苏和痛苦的调整。除了修复资产负债表以外，另外一个挑战是根除那些引发危机的经济问题和金融问题，这显然是美国的当务之急。危机发生前，美国的经济增长严重依赖于轻易可得过度信贷和日益下降的储蓄率，它的宏观政策过多强调了增长的数量，而没有注重增长的质量和可持续性。在监管方面，金融体系的变迁速度明显超过监管方式、对脆弱性的认识、监管工具以及救助工具等的变化速度。具有讽刺意味的是，我们的金融体系将它最大的优点，即具有丰富创造力和充满活力的资本市场变成了一种负债。在危机爆发前的二十年里，金融创新极大丰富，折射出技术、会计、工具和市场实践等方面的变化。原则上讲，这些发展原本可以促进风险管理和效率的很大发展，但它们也为监管套利、税收套利和会计套利大开方便之门，导致金融体系不仅依赖于制度弹性，而且依赖于市场弹性。此外，它们掩盖了日益扩大的杠杆率，导致借贷标准下降，更加依赖于市场现金流的可持续性。正如我们所知，以上变化造成的后果是消费者债务不断累积以及多年来对房产的过度投资，随之而来的是长期紧缩和代价高昂的危机，将全球经济拖入战后最深重、最漫长的衰退中。

## 二、金融危机带来的财政挑战、对策与成效

危机带来的财政负担极为沉重。发达经济体的公共债务急速飙升，许多国家的赤字仍然高得难以为继。在所有受困国家里，经济恶化主要是受到宏观经济的影响，而不是救助金融机构造成的直接结果。以美国为例，绝大多数金融机构已经偿还了政府对它们的救助费用，不过正当我们力求削弱私营部门紧缩对经济的影响时，公共债务吞噬了过去四年 GDP 的三分之一。幸运的是，美国的决策者和政界

---

<sup>1</sup> 特伦斯·切基，纽约联邦储备银行执行副行长。

逐渐认识到有必要降低财政赤字，遏制公共债务增长。在财政方面，针对危机中暴露出来的脆弱性问题所采取的措施已有重大进展。资本水平和流动性得到支撑，国家内部和国际上就大幅调整监管结构达成共识。美国的银行已经筹集到 4000 亿美元和高质量资产。金融业的债务减少了 4 万亿美元，而且主要银行的高质量流动性已经能用数千亿美元来计算，而不像危机前那样只有数百亿美元。我们通过建立压力测试机制提高了透明度，金融监管的覆盖面有所扩大，并且建立了是否需要进一步扩大的评估流程。不幸的是，实现降低财政赤字目标的最佳方式仍然存在很大争议，明年年初我们即将面对的“财政悬崖”严重影响了我们的信心和增长。我们还有很多工作要做：对于监管者、受困企业以及全球经济和金融体系来说，落实诸多改革是一项艰巨复杂的挑战；在某些最棘手的问题上需要达成共识，由于变化中的因素有很多，一个切实问题是如何确保它们相互协调，如何使各方共同合作。

我们在着手提升监管体系、缩减差距、控制监管套利时，需要留心从体制和地域等角度来看以上变化对风险的累积影响，同时留心出于好意的变化是否会事与愿违。监管者必须持续不断地维持强有力的沟通和协调渠道，并且求同存异，才能将这些风险最小化。另外一个很重要的问题是，我们应该务实地考虑监管的作用。事实上，监管面临的失衡状况令人怯步。金融体系过于庞大，过于复杂，所以很难用无数规则或规章制度来规范它，这无异于用复杂来应对复杂。坦白地讲，我多少赞同“少即是多”的观点。换句话说，比起诸多复杂但可能被轻易规避的计算和限制来，总体杠杆率等简单、直接的货币规则和期限匹配等或许更容易产生可预测的结果。另外，我们不能低估公司文化的重要性。在危机中显露出的许多问题反映出一种以机制可持续性换取短期收益的公司文化。在这种文化里，监管被视为套利的绊脚石，应该被规避，而不是被视为控制公司的目标且公司领导应该遵从的工具。这种文化包含了多项变革，包括会计和薪酬管理的变革，比如实现正现金流之前很早就将它们计入利润并且分红，比如公司组织方面发生的变化，纪律性很强的合作模式消失，草率地扩大经营活动的规模和范围，以及以交易的观点主导行业管理等等。我们必须扭

转这种局面，为此需要从顶层开始重新调整激励和领导方式。管理者、董事和股东必须率先垂范，这是他们的职责。

### 三、新兴经济体该从危机中借鉴什么？

众所周知，新兴市场的角色在过去十五年里发生了天翻地覆的变化。它们由过去的长期不稳定变成现在的全球经济和金融体系的活力、稳定和利润的来源。它们成功的原因并不神秘，如通过大力改善政策来避免引发盛衰循环的失衡和脆弱性、更加开放的国际贸易、深化经济一体化和金融一体化。因为大宗商品的价格相对强劲，大宗商品出口国近年来的运气也很好。当然，中国的强劲表现代表了所有这些的一大部分。新兴国家快速、稳定的增长不应该与脱钩混为一谈。与此相反，新兴国家的强劲增长基于它们与发达国家以及它们内部之间日益加深的经济一体化和金融一体化。新兴国家在发展上仍然拥有明显优势：它们的投资率仍然普遍较高；城市化继续成为驱动中国、印度及其它新兴国家高速增长的力量，并且由此间接推动了其它新兴市场经济体的增长；它们在技术追赶方面的空间也很大。尽管发达经济体可能会影响新兴市场增长反弹的时机，但是反弹的力度和持久性则取决于新兴市场自身的政策，特别是它们的结构改革政策。各国所需的改革相去甚远，绝大多数情况下，人们都深谙自己需要推行哪些结构改革，但发达国家的经验证明，这并不意味着能轻而易举地推行这些改革。此类改革包括：提高劳动力市场和产品市场的效率，提供充足的基础设施，提高公共部门供给重要公共产品和服务的效率，建立有效的税收体系和法制体系，加强和保持金融体系的能力，高效、安全地分配信贷，决定投资流向等等，这些在金融体系的深度和复杂程度不断提高的情况下尤应如此。

多年来，许多国家艰难地从本国和邻国的金融危机中学到了如何维护金融稳定。为此，它们建立了资本流动性缓冲，更加谨慎地推行金融体系自由化。它们比发达国家更愿意采取谨慎的宏观干预措施来遏制信贷激增。经历了全球危机后，新兴市场进一步强化了保护措施，如建立起系统性风险监督框架，这种审慎的方法成效显著。从美国及其它发达经济体的危机中，我们学到了更多教训，如快速信贷增长（特别是短期的快速增长）带来的脆弱性、影子银行与银行体系的关联、

蕴含系统性风险但是未受到充分监管的大型非银行金融机构、初始分配模式对激励的负面影响、可能引发大规模负面反应的担保等。但重要的是吸取这些教训而不矫枉过正或者得出错误结论。譬如，证券化对资产负债表和资本管理非常有利，但是需要充分披露信息，且整个证券化链条上的激励措施要适当。资本市场可以为银行体系提供有用的“备胎”，对满足长期融资的需求起到特别有效的作用，但是也需要透明度和稳健的法制框架来规避其失败的风险。外国资本可以作为国内银行体系的“备胎”，并且是风险资本的有效来源。不过要想获得以上益处，需要强有力的本国及所在国的监管、充足的流动性和资本保障。最后，金融衍生品是管理风险、分散风险和提高市场效率的重要工具，但是它们也对风险管理提出了挑战，要确保能正确识别与其相关的风险，并且监督和管理这些风险。

我们可以轻而易举地列出发达国家和新兴国家所面临的挑战，而更艰巨的任务是应对这些挑战，而每次成功总会带来新的挑战。金融危机和大衰退使发达经济体痛苦地认识到，过去的经济成就并不能保证未来的成功。事实上，在一个复杂的经济和金融生态体系里，各个经济体密不可分。在这个体系里，万事万物与其它事物的联系瞬息万变。发达经济体是否能成功地应对挑战，对新兴市场利害攸关，而新兴市场是否能充分发挥潜力也对发达经济体至关重要。我们需牢记全球繁荣需要共同努力，这会使我们更容易实现目标。

（中国发展研究基金会 胡自强 整理）

---

地 址： 北京市东城区安定门外大街 136 号皇城国际中心 A 座 15 层  
电 话： (010) 64255855                      邮 编： 100011  
传 真： (010) 84080850                      网 址： [www.cdrf.org.cn](http://www.cdrf.org.cn)  
责任编辑： 任晶晶                              电子邮箱： [renjj@cdrf.org.cn](mailto:renjj@cdrf.org.cn)

---